

CD Projekt & 11 Bit Studios

Polska, Gry Wideo

26 lipca 2017, 08:25

Dwie atrakcyjne spółki

CD Projekt: TRZYMAJ (rek. obniżona); 12M cena docelowa: 93.1 zł**11 Bit Studios: KUPUJ (rek. podtrzymana); 12M cena docelowa: 215 zł**

W prezentowanym raporcie podwyższamy naszą 12-miesięczną cenę docelową dla akcji spółki CD Projekt o 33% do 93,1 zł. Oznacza to potencjał wzrostu o 7% względem aktualnego kursu akcji, dlatego obniżamy naszą rekomendację do TRZYMAJ. Podtrzymujemy jednocześnie rekomendację KUPUJ dla akcji spółki 11 Bit Studios, dla których wyznaczamy nową 12-miesięczną cenę docelową w wysokości 215 zł, co wskazuje na potencjał wzrostu o 18%. Zgodnie z naszymi przewidywaniami rok 2017 nie jest najłatwiejszy dla polskich producentów gier. Szereg tytułów, które wypadły poniżej oczekiwań (zarówno pod względem wolumenu, jak i wyników finansowych), udowodnił, że brak mocnej wizji produktu i przeciętna jakość gry nie są właściwym sposobem na podbicie rynku globalnego. Uważamy, że na tle producentów gier notowanych na GPW spółki CD Projekt i 11 Bit Studios cechują się produktami wysokiej jakości, globalną rozpoznawalnością marki, solidną gamą produktów na II poł. 2017 r. (Gwint i Frostpunk) oraz koncentracją na dystrybucji cyfrowej. Pozwala to im uzyskać solidny bilans i wysokie przepływy pieniężne, choć w przypadku spółki CD Projekt dwumiesięczny wzrost kursu akcji o 35% zmniejszył potencjał wzrostu.

CD Projekt: Gwint rzuca rękawicę grze Hearthstone. Oparta na modelu F2P gra Gwint przeszła do etapu otwartych testów beta na PC, PlayStation 4 i Xbox One. Gra spotyka się z bardzo pozytywnymi opiniami graczy, społeczności znawców gier i e-sportowców. Tytuł zaczyna generować dostrzegalne przepływy pieniężne, a jego planowane wprowadzenie na rynek chiński powinno jeszcze bardziej zwiększyć wpływy, podobnie jak koncentracja na e-sporcie (na targach Gamescom planowany jest drugi turniej Gwinta). Liczba użytkowników w serwisach Twitch i Reddit pozwala stwierdzić, że jeszcze przed oficjalną premierą Gwint ma już popularność sięgającą jednej dziesiątej liczby użytkowników swojego głównego konkurenta — Hearthstone. Z naszych obliczeń wynika, że tytuł powinien przynieść przychody na poziomie 65 mln zł w 2017P i 183 mln zł w 2018P, kiedy to spodziewamy się wprowadzenia na rynek wersji na urządzenia mobilne. Po raz kolejny podnosimy nasze prognozy dotyczące sprzedaży Wiedźmina 3 w latach 2017–18P; gra bardzo dobrze sprzedaje się w tzw. „długim ogniu”, co dobrze wróży dla następnych gier AAA spółki, w tym Cyberpunk 2077. Uważamy też za bardzo prawdopodobne, że CD Projekt wejdzie w nadchodzących miesiącach do indeksów WIG20 i MSCI.

11 Bit Studios: faworyt z sektora na rok 2017. Gra Frostpunk spotkała się z bardzo pozytywnym przyjęciem na pokazie podczas czerwcowych targów E3. To gra typu city-builder (polegająca na rozbudowie miasta i zarządzaniu nim), obejmująca unikatowy system trudnych dylematów moralnych (wzorem tytułu This War of Mine). W porównaniu z naszym wcześniejszym raportem obecnie przewidujemy premierę gry Frostpunk w wersji na PC w IV kw. 2017 r. (poprzednio zakładaliśmy III kw. 2017 r.) oraz wersji na PS4 i Xbox One w 2018 r. Sądymy, że opóźnienie wprowadzenia wersji na konsole jest nieistotne dla sprzedaży tego tytułu, ponieważ gry strategiczne generują największe przychody w segmencie PC. Tak jak w przypadku This War of Mine najważniejszym kanałem sprzedaży gry Frostpunk będzie serwis Steam. Spodziewamy się, że w 2017 r. zostanie sprzedanych 400 tys. egzemplarzy w średniej cenie 28 USD, co powinno przelożyć się na 47,2 mln zł przychodów i 27,2 mln zł zysku netto.

Prognoza wyników za II kw. 2017 r. II kw. 2017 r. powinien być dla producentów gier sezonowo mocnym kwartałem, przede wszystkim ze względu na wyższą sprzedaż w ramach tradycyjnych promocji w segmencie dystrybucji cyfrowej, zwłaszcza w sklepie Steam. Wyniki spółki CD Projekt za II kw. 2017 r. nie są porównywalne r/r, ponieważ w ubiegłym roku spółka zaksięgowała przychody z przepustki sezonowej i dodatku Krew i wino do Wiedźmina 3. Szacujemy, że CD Projekt odnotuje sprzedaż w wysokości ok. 175,5 mln zł. Zysk EBITDA powinien wynieść 86,9 mln zł, a zysk netto 70,8 mln zł (-31% r/r). W przypadku 11 Bit Studios oczekujemy w II kw. 2017 r. solidnych wyników z uwagi na dobrą sprzedaż gry This War of Mine w letniej promocji sklepu Steam (według danych serwisu SteamSpy — 300 tys. egzemplarzy) i premiery gry Beat Cop (40 tys. szt. w II kw. 2017 r.). Przewidujemy EBIT na poziomie 2,2 mln zł i zysk netto w wysokości 0,8 mln zł (obniżony o 1,2 mln zł strat spowodowanych różnicami kursowymi).

Wraz z niniejszym raportem aktualizujemy wyceny i ceny docelowe akcji spółek. Dla spółki CD Projekt obniżamy rekomendację do „Trzymaj” (cena docelowa podniesiona do 93,1 zł z 70,0 zł), natomiast dla 11 Bit Studios podtrzymujemy rekomendację „Kupuj” (cena docelowa podniesiona do 215 zł z poziomu 180 zł).

CD Projekt, 11 Bit Studios: Podsumowanie finansowe

	11 Bit Studios				CD Projekt			
	2016	2017P	2018P	2019P	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody	27.0	47.2	43.0	69.3	583.9	589.3	586.3	1179.1
EBITDA	16.7	35.5	30.8	54.3	339.3	302.7	282.4	836.7
EBIT	14.1	32.0	25.7	45.1	303.6	295.4	257.9	721.4
Zysk netto	11.3	27.2	22.2	38.4	250.5	247.7	220.9	601.0
C/Z (x)	35.6	14.9	18.2	10.5	33.2	33.8	37.9	13.9
EV/EBITDA (x)	22.1	9.8	10.7	5.4	22.9	25.4	26.6	8.5

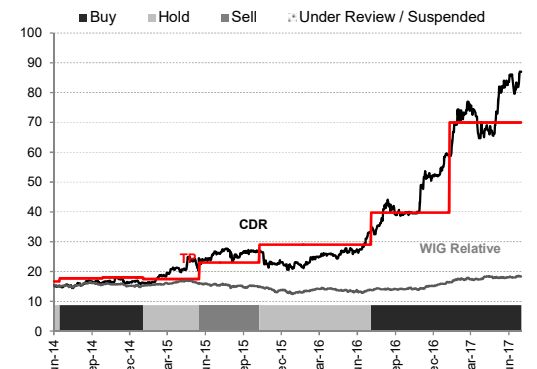
Źródło: Dane spółki, szacunki DM BZ WBK

CD Projekt

TRZYMAJ

Waga w portfelu

Cena (PLN, 24 lipca 2017)	87.00
Cena docelowa (PLN, 12-mscy)	93.10
Kapitalizacja (PLN mld)	8,38
Free float (%)	70.1
Liczba akcji (mln)	96.4



Wykres mierzy zmianę w stosunku do indeksu WIG. W dniu 07/24/2017 indeks WIG zamknął się na poziomie 61,829.39

11 Bit Studios

KUPUJ

Waga w portfelu

Cena (PLN, 24 lipca 2017)	181.9
Cena docelowa (PLN, 12-mscy)	215.0
Kapitalizacja (PLN mln)	403.3
Free float (%)	79.5
Liczba akcji (mln)	2.2



Wykres mierzy zmianę w stosunku do indeksu WIG. W dniu 07/24/2017 indeks WIG zamknął się na poziomie 61,829.39

Dział analiz*:

Łukasz Kosiarski, Analityk akcji

lukasz.kosiarski@bzwbk.pl

* osoby zaangażowane w przygotowanie projektu

Wyniki finansowe

CD Projekt

Fig. 1. CD Projekt: prognoza wyników 2Q17

PLN mln	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17P	r/r	q/q
Sprzedaż	43.8	36.2	-14.6	25.6	487.0	113.2	172.2	87.0	232.0	100.9	164.0	99.3	175.5	-24.3%	76.7%
EBITDA	6.2	-3.0	7.2	-1.5	354.6	64.9	111.2	42.0	155.2	46.1	95.9	54.8	86.9	-44.3%	58.5%
Marża EBITDA	14.1%	-8.3%	-49.5%	-5.7%	72.8%	57.4%	64.6%	48.3%	66.9%	45.7%	58.5%	55.2%	49.5%	-17.8	-5.7
EBIT	3.9	-4.5	5.6	-2.7	291.2	51.2	84.5	38.6	124.5	44.8	95.7	53.8	85.1	-31.7%	58.1%
Marża EBIT	8.8%	-12.5%	16.5%	-10.5%	59.8%	45.2%	49.1%	44.3%	53.7%	44.4%	58.3%	54.2%	48.5%	-5.2	-5.7
Zysk netto	3.0	-3.0	3.6	-5.2	241.5	40.4	65.8	32.6	102.1	36.6	79.2	45.3	70.8	-30.7%	56.4%
Marża zysku netto	6.8%	-8.2%	10.6%	-20.4%	49.6%	35.7%	38.2%	37.4%	44.0%	36.3%	48.3%	45.6%	40.3%	-3.7	-5.2

Źródło: dane spółki, szacunki DM BZ WBK

11 Bit Studios

Fig. 2. 11 Bit Studios: prognoza wyników 2Q17

PLN mln	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17P	r/r	q/q
Sprzedaż	0.9	1.0	14.1	5.9	6.3	3.7	7.2	7.1	5.1	5.2	9.5	2.9	5.6	9.9%	94.1%
EBITDA	-0.4	0.5	13.0	5.5	5.2	2.4	3.0	6.3	2.5	2.7	5.2	0.9	2.7	4.8%	210.5%
Marża EBITDA	-49.1%	54.4%	92.6%	93.7%	82.7%	64.4%	42.4%	87.6%	49.4%	51.8%	54.7%	29.4%	47.1%	-2.3	17.7
EBIT	-0.5	0.0	12.5	4.8	4.7	1.7	2.6	5.6	1.8	2.2	4.6	0.4	2.2	24.1%	496.4%
Marża EBIT	-55.1%	-4.3%	88.5%	82.0%	73.8%	44.8%	35.8%	77.7%	34.6%	42.7%	48.0%	12.7%	39.1%	4.5	26.4
Zysk netto	-0.5	0.0	10.2	4.2	3.8	1.9	1.7	4.6	1.5	1.3	5.5	-1.1	0.8	-46.9%	n.a.
Marża zysku netto	-55.3%	-2.3%	72.4%	71.5%	59.5%	51.5%	23.0%	64.2%	29.9%	25.5%	57.5%	-36.2%	14.4%	-15.4	50.7

Źródło: dane spółki, szacunki DM BZ WBK

Zmiany w prognozach

Fig. 3. CD Projekt: Zmiany prognoz

PLN mln	2017P			2018P			2019P		
	Nowa	Poprzednia	Zmiana	Nowa	Poprzednia	Zmiana	Nowa	Poprzednia	Zmiana
Sprzedaż	589.3	455.4	29.4%	586.3	446.5	31.3%	1179.1	1169.7	0.8%
EBITDA	302.7	205.6	47.3%	282.4	190.0	48.6%	836.7	809.4	3.4%
EBIT	295.4	191.0	54.7%	257.9	171.6	50.3%	721.4	693.9	4.0%
Zysk netto	247.7	163.8	51.2%	220.9	151.7	45.6%	601.0	579.9	3.6%

Źródło: Dane spółki, szacunki DM BZ WBK

Fig. 4. CD Projekt: Zmiany w wycenie

PLN mln	Nowa	Poprzednia	Zmiana
Wycena DCF	93.1	70.0	33%
Wycena porównawcza (2017-2019P)	75.8	51.2	48%

Źródło: Dane spółki, szacunki DM BZ WBK

Fig. 5. 11 Bit Studios: Zmiany prognoz

	2017P			2018P			2019P		
	Nowa	Poprzednia	Zmiana	Nowa	Poprzednia	Zmiana	Nowa	Poprzednia	Zmiana
Sprzedaż	47.2	50.3	-6.0%	43.0	32.3	33.3%	69.3	57.6	20.3%
EBITDA	35.5	41.7	-14.8%	30.8	23.6	30.8%	54.3	46.3	17.2%
EBIT	32.0	37.2	-14.0%	25.7	20.0	28.8%	45.1	38.3	17.9%
Zysk netto	27.2	31.2	-13.0%	22.2	17.5	26.8%	38.4	32.7	17.4%

Źródło: Dane spółki, szacunki DM BZ WBK

Fig. 6. 11 Bit Studios: Zmiany w wycenie

	Nowa	Poprzednia	Zmiana
Wycena DCF	215.0	180.0	19%
Wycena porównawcza (2017-2019P)	277.5	207.6	34%

Źródło: Dane spółki, szacunki DM BZ WBK

Wycena

Zgodnie z metodologią DM BZ WBK, naszym głównym narzędziem wyceny jest model DCF.

Nasz model DCF wskazuje na:

- **CD Projekt: 12-msc cena docelowa 93.1 PLN**
- **11 Bit Studios: 12-msc cena docelowa 215 PLN**

CD PROJEKT

Wycena DCF

Fig. 7. CD Projekt: Wycena WACC

Stopa wolna od ryzyka	3.3%
Beta bez lewara	1.0
Rynkowa premia za ryzyko	5.0%
Koszt kapitału	8.3%
Stopa wolna od ryzyka	3.3%
Koszt długu	1.0%
Podatek	19%
Koszt długu po podatku	3.5%
%KO	0%
%KW	100%
WACC	8.3%

Źródło: dane spółki, szacunki DM BZ WBK

Fig. 8. CD Projekt: Wycena DCF

PLN mln	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody	589.3	586.3	1,179.1	772.0	1,342.0	1,077.6	1,665.0	918.7	1,385.6	1,131.5
EBIT	295.4	257.9	721.4	385.3	837.2	588.3	1,059.1	456.8	815.1	575.8
Podatek od EBIT	55.6	46.6	133.7	68.9	153.5	105.2	193.2	78.1	144.8	98.5
NOPAT	239.9	211.3	587.7	316.4	683.7	483.1	865.9	378.7	670.4	477.3
Amortyzacja	7.3	24.5	115.3	60.7	108.6	82.0	142.9	66.2	128.2	98.5
Zmiana w kapitale obrotowym	24.3	20.2	-109.6	91.9	-101.5	65.5	-119.2	146.1	-84.5	66.7
Wydatki inwestycyjne	-66.0	-80.3	-88.1	-96.1	-100.1	-104.3	-108.6	-113.4	-117.6	-123.2
Wolne przepływy gotówkowe	205.5	175.6	505.2	372.9	590.7	526.2	780.9	477.6	596.5	519.3
WACC	8.3%									
PV FCF 2017-2026	2,955									
Wzrost terminalny	2.0%									
Wart. rezydualna (TV)	9,720									
PV TV	4,379									
Wartość rynkowa	7,334									
Dług netto (1 Sty 2017)	-597									
Wartość kapitału*	7,830									
Liczba akcji (msc.)*	96.12									
Wartość na akcję (PLN, 1 Jan 2017)	81.46									
Miesiąc	8									
Bieżąca wartość na akcję (PLN)	85.97									
12m cena docelowa	93.10									

Źródło: szacunki DM BZ WBK, *uwzględnia 100.9 mln PLN płatności dywidendy

Wycena porównawcza

Fig. 9. CD Projekt: Spółki porównawcze

Spółka	Cena*	Waluta	Kapitalizacja (EURmn)	C/Z			EV/EBITDA		
				2017P	2018P	2019P	2017P	2018P	2019P
CD Projekt	87.00	PLN	1,964	33.8	37.9	13.9	25.4	26.6	8.5
Activision Blizzard	61.44	USD	39,788	29.6	24.9	22.0	19.6	15.9	13.9
Electronic Arts	113.75	USD	30,259	26.7	21.8	20.1	17.3	13.5	11.2
Take-Two Interactive Software	79.67	USD	7,108	47.8	19.2	29.3	28.2	9.7	n.a.
Ubisoft Entertainment	53.92	EUR	6,117	38.0	23.1	19.0	8.1	6.5	5.2
Zynga	3.75	USD	2,771	52.1	32.6	27.2	20.5	15.0	11.3
NCSOFT	366,000	KRW	6,184	18.6	14.3	13.3	12.1	9.0	8.0
Konami Holdings	6,020	JPY	6,675	24.2	23.0	22.5	11.3	10.5	9.9
Capcom	2,559	JPY	1,339	14.6	13.6	12.9	7.1	6.5	6.1
Square Enix Holdings	3,630	JPY	3,432	18.0	15.1	13.6	7.0	6.0	4.9
Bandai Namco Holdings	3,910	JPY	6,707	18.0	16.4	16.1	6.9	6.1	5.5
Nintendo	36,240	JPY	39,668	54.7	28.5	25.3	34.4	19.1	14.9
Nexon	2,275	JPY	7,719	16.7	16.3	16.7	7.0	6.4	5.8
Mediana				25.4	20.5	19.6	11.7	9.4	8.0
<i>Premium/dyskonto vs. spółki por.</i>				33.0%	84.7%	-28.7%	117.3%	183.9%	6.1%

Źródło: Bloomberg, szacunki DM BZ WBK, *ceny z dnia 24 lipca

Fig. 10. CD Projekt: Modelowa cena akcji vs. porównawcza, PLN

C/Z	EV/EBITDA	Średnia ważona
2017P-19P	2017P-19P	
90% waga	10% waga	
78.2	54.4	75.8

Źródło: szacunki DM BZ WBK

11 BIT STUDIOS

Wycena DCF

Fig. 11. 11 Bit Studios: Wycena WACC

Stopa wolna od ryzyka	3.3%
Beta bez lewara	1.0
Rynkowa premia za ryzyko	5.0%
Koszt kapitału	8.3%
Stopa wolna od ryzyka	3.3%
Koszt długu	1.0%
Podatek	19%
Koszt długu po podatku	3.5%
%KO	0%
%KW	100%
WACC	8.3%

Źródło: Bloomberg, szacunki DM BZ WBK

Fig. 12. 11 Bit Studios: Wycena DCF

PLN mln	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody	47.2	43.0	69.3	86.2	48.7	76.0	88.9	52.1	77.1	90.0
EBIT	32.0	25.7	45.1	54.6	25.2	47.9	49.5	23.4	43.1	38.8
Podatek od EBIT	-5.8	-4.9	-8.6	-10.4	-4.8	-9.1	-9.4	-4.5	-8.2	-7.4
NOPAT	26.2	20.8	36.6	44.2	20.4	38.8	40.1	19.0	34.9	31.4
Amortyzacja	3.5	5.1	9.2	17.0	9.0	10.8	22.7	11.9	14.4	30.1
Zmiana w kapitale obrotowym	-1.1	1.4	-0.3	1.0	1.1	-1.4	3.1	0.0	-0.8	5.5
Wydatki inwestycyjne	-7.6	-10.5	-11.6	-12.7	-14.0	-15.3	-16.9	-18.5	-20.4	-22.4
Wolne przepływy gotówkowe	21.0	16.8	33.8	49.6	16.6	32.9	49.0	12.4	28.1	44.6
WACC	8.3%									
PV FCF 2017-2026	196.4									
Wzrost terminalny	1.0%									
Wart. rezydualna (TV)	415.5									
PV TV	187.2									
Wartość rynkowa	383.5									
Dług netto (1 Sty 2017)	-33.6									
Wartość kapitału*	417.1									
Liczba akcji (msc.)*	2.2									
Wartość na akcję (PLN, 1 Jan 2017)	188.1									
Miesiąc	8									
Bieżąca wartość na akcję (PLN)	198.5									
12m cena docelowa	215.0									

Źródło: szacunki DM BZ WBK

Wycena porównawcza

Fig. 13. 11 Bit Studios: Spółki porównawcze

Spółka	Cena*	Waluta	Kapitalizacja (EURmn)	C/Z			EV/EBITDA		
				2017P	2018P	2019P	2017P	2018P	2019P
11 Bit Studios	181.90	PLN	98	14.9	18.2	10.5	9.8	10.7	5.4
Activision Blizzard	61.44	USD	39,788	29.6	24.9	22.0	19.6	15.9	13.8
Electronic Arts	113.75	USD	30,259	26.7	21.8	20.1	17.3	13.5	11.2
Take-Two Interactive Software	79.67	USD	7,108	47.8	19.2	29.3	28.2	9.7	n.a.
Ubisoft Entertainment	53.92	EUR	6,117	38.0	23.1	19.0	8.1	6.5	5.2
Zynga	3.75	USD	2,771	52.1	32.6	27.2	20.5	14.9	11.3
NCSOFT	366,000	KRW	6,184	18.6	14.3	13.3	12.1	9.0	8.0
Konami Holdings	6,020	JPY	6,675	24.2	23.0	22.5	11.3	10.5	9.9
Capcom	2,559	JPY	1,339	14.6	13.6	12.9	7.1	6.5	6.1
Square Enix Holdings	3,630	JPY	3,432	18.0	15.1	13.6	7.0	6.0	4.9
Bandai Namco Holdings	3,910	JPY	6,707	18.0	16.4	16.1	6.9	6.1	5.5
Nintendo	36,240	JPY	39,668	54.7	28.5	25.3	34.4	19.1	14.9
Nexon	2,275	JPY	7,719	16.7	16.3	16.7	7.0	6.4	5.8
Mediana				25.4	20.5	19.6	11.7	9.4	8.0
<i>Premium/dyskonto vs. spółki por.</i>				-41.6%	-11.4%	-46.3%	-16.4%	14.1%	-32.4%

Źródło: Bloomberg, szacunki DM BZ WBK, *ceny z dnia 24 lipca

Fig. 14. 11 Bit Studios: Wycena modelowa vs. porównawcza, PLN

C/Z	EV/EBITDA	Średnia ważona
2017E-19P	2017E-19P	
90% waga	10% waga	
285.3	207.1	277.5

Źródło: szacunki DM BZ WBK

Podsumowanie finansowe i prognozy

CD PROJEKT

Fig. 15. CD Projekt: prognoza rachunku zysków i strat

PLN mln	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P
Sprzedaż netto	798.0	583.9	589.3	586.3	1179.1	772.0
Koszty sprzedanych towarów	210.6	114.0	99.5	124.9	203.7	174.6
Zysk brutto	587.4	469.9	489.8	461.4	975.4	597.3
Koszty operacyjne i administracyjne	122.9	163.1	194.6	203.5	254.0	212.1
Koszty sprzedaży	62.1	141.8	168.0	175.5	224.5	181.0
Koszty zarządzania	60.8	21.3	26.5	28.0	29.6	31.0
Pozostały przychód operacyjny, netto	-40.3	-3.2	0.2	0.0	0.0	0.0
EBITDA	529.2	339.3	302.7	282.4	836.7	446.0
Zysk operacyjny	424.2	303.6	295.4	257.9	721.4	385.3
Przychód finansowy netto	-2.6	8.3	9.7	11.7	16.3	22.1
Zysk przed podatkiem	421.6	311.9	305.1	269.6	737.7	407.4
Podatek dochodowy	79.2	61.4	57.4	48.7	136.7	72.8
Zysk netto	342.4	250.5	247.7	220.9	601.0	334.6
Marża brutto	73.6%	80.5%	83.1%	78.7%	82.7%	77.4%
Marża EBITDA	66.3%	58.1%	51.4%	48.2%	71.0%	57.8%
Marża operacyjna	53.2%	52.0%	50.1%	44.0%	61.2%	49.9%
Marża netto	42.9%	42.9%	42.0%	37.7%	51.0%	43.3%
Wzrost sprzedaży	729.6%	-26.8%	0.9%	-0.5%	101.1%	-34.5%
Wzrost zysku brutto	1696.1%	-20.0%	4.2%	-5.8%	111.4%	-38.8%
Wzrost EBITDA	5583.4%	-35.9%	-10.8%	-6.7%	196.3%	-46.7%
Wzrost zysku operacyjnego	6797.4%	-28.4%	-2.7%	-12.7%	179.7%	-46.6%
Wzrost zysku netto	6470.0%	-26.8%	-1.1%	-10.8%	172.1%	-44.3%

Źródło: dane spółki, szacunki DM BZ WBK

11 BIT STUDIOS

Fig. 16. 11 Bit Studios: Prognoza rachunku zysków i strat

PLN mln	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
Sprzedaż netto	23.2	27.0	47.2	43.0	69.3	86.2
Opex	8.7	12.0	15.1	17.3	24.2	31.6
Pozostały przychód operacyjny netto	-0.7	-0.9	-0.1	0.0	0.0	0.0
EBITDA	16.2	16.7	35.5	30.8	54.3	71.6
Zysk operacyjny	13.8	14.1	32.0	25.7	45.1	54.6
Przychód finansowy netto	0.9	0.0	1.1	1.6	2.3	3.4
Zysk przed podatkiem	14.7	14.1	33.1	27.4	47.4	58.0
Podatek dochodowy	3.1	2.8	6.0	5.2	9.0	11.0
Zysk netto	11.6	11.3	27.2	22.2	38.4	47.0
Marża EBITDA	70.1%	61.8%	75.2%	71.6%	78.4%	83.1%
Marża operacyjna	59.4%	52.3%	67.7%	59.8%	65.1%	63.3%
Marża zysk netto	49.9%	41.9%	57.5%	51.5%	55.5%	54.5%
Wzrost sprzedaży	46.7%	16.6%	74.9%	-8.9%	61.0%	24.4%
Wzrost EBITDA	19.8%	2.9%	112.6%	-13.2%	76.1%	31.9%
Wzrost zysku operacyjnego	22.9%	2.7%	126.5%	-19.6%	75.4%	20.9%
Wzrost zysku netto	25.9%	-2.0%	139.6%	-18.4%	73.4%	22.3%

Źródło: dane spółki, szacunki DM BZ WBK

Dom Maklerski BZ WBK

Pl. Andresa 5
61-894 Poznań
fax. +48 61 856 48 80
dmbzwbk.pl

Zespół Maklerów Transakcyjnych

Grzegorz Skrzyczyński, menedżer	tel. +48 22 526 21 23	grzegorz.skrzyczynski@bzwbk.pl
Artur Kolsut, Makler	tel. +48 22 526 21 25	artur.kolsut@bzwbk.pl
Paweł Bartczak, Makler	tel. +48 61 856 43 89	pawel.bartczak@bzwbk.pl
Paweł Kubiak, Makler	tel. +48 61 856 50 57	pawel.kubiak@bzwbk.pl
Sławomir Kozłarek, Makler	tel. +48 61 856 50 13	slawomir.kozlarek@bzwbk.pl
Jacek Siera, Makler	tel. +48 61 856 41 29	jacek.siera@bzwbk.pl
Karol Koszarski, Makler	tel. +48 61 856 45 68	karol.koszarski@bzwbk.pl
Maciej Ciesielski, Makler	tel. +48 61 856 48 57	maciej.ciesielski@bzwbk.pl
Sławomir Białas, Makler	tel. +48 22 526 21 22	slawomir.bialas@bzwbk.pl
Piotr Trzciniński, Makler	tel. +48 22 526 21 24	piotr.trzcinski@bzwbk.pl

Departament Analiz Giełdowych

Dariusz Górski, *Dyrektor Departamentu Analiz Giełdowych*
Strategia, Banki, Sektor Finansowy

Paweł Puchalski, CFA, *Kierownik Zespołu Analiz Giełdowych*
Sektor Energetyczny, Sektor Wydobywczy, Telekomunikacja

Grzegorz Balcerski, *Analityk Akcji, Makler Papierów Wartościowych, Doradca Inwestycyjny*
Sektor Przemysłowy

Łukasz Kosiarski, *Analityk Akcji*
IT, Gry Komputerowe, Media, Dystrybucja IT, Ochrona Zdrowia

Adrian Kyrzcz, *Analityk Akcji*
Budownictwo, Deweloperzy

Tomasz Sokołowski, *Analityk Akcji*
Sektor Detaliczny, Farmacja

Michał Sopieli, *Analityk Akcji*
Sektor Przemysłowy, Transport i Logistyka, Analizy Ilościowe

Artur Hess, *Analityk Akcji, Makler Papierów Wartościowych*

ZASTRZEŻENIE DOTYCZĄCE CHARAKTERU DOKUMENTU ORAZ ODPOWIEDZIALNOŚCI ZA SPORZĄDZENIE, TREŚĆ I UDOSTĘPNIENIE DOKUMENTU

Niniejszy materiał został przygotowany przez Dom Maklerski BZ WBK będący wyodrębnioną organizacyjnie jednostką Banku Zachodniego WBK S.A. (DM BZ WBK). DM BZ WBK jest podmiotem podlegającym przepisom Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz.U. z 2014 r. poz. 94 – t.j. z późn. zm.), Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (Dz.U. z 2013 r. poz. 1382 – t.j. z późn. zm.) oraz Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym (Dz.U. z 2005 r. Nr 183, poz. 1537 z późn. zm.). Materiał ten jest adresowany do inwestorów kwalifikowanych oraz klientów profesjonalnych w rozumieniu przepisów wyżej wskazanych ustaw oraz do Klientów DM BZ WBK uprawnionych do otrzymywania rekomendacji na podstawie umów o świadczenie usług.

Wszelkie znaki towarowe, oznaczenia usług i loga użyte w niniejszym dokumencie są znakami towarowymi, oznaczeniami usług lub zarejestrowanymi znakami towarowymi lub oznaczeniami usług Banku Zachodniego WBK (BZ WBK) lub podmiotów z Grupy BZ WBK.

Autorem dokumentu jest DM BZ WBK. BZ WBK przysługują prawa autorskie do niniejszego opracowania. Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części bez pisemnej zgody BZ WBK jest zabronione.

DM BZ WBK nie jest obowiązany do zapewnienia, czy instrumenty finansowe, do których odnosi się niniejszy dokument, są odpowiednie dla danego inwestora. Inwestycje oraz usługi przedstawione lub zawarte w niniejszym dokumencie mogą nie być dla konkretnego inwestora właściwe, dlatego w razie wątpliwości dotyczących takich inwestycji bądź usług inwestycyjnych zaleca się konsultację z niezależnym doradcą inwestycyjnym. Żaden z zapisów w niniejszym dokumencie nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej ani podatkowej, ani też nie jest wskazaniem, iż jakkolwiek inwestycja lub strategia jest odpowiednia w indywidualnej sytuacji inwestora.

lektró w dokumencie mowa jest o „Emitencie” należy przez to rozumieć spółkę/spółki będącą/będące przedmiotem rekomendacji zawartych w niniejszym dokumencie.

W przypadku, gdy rekomendacja dotyczy kilku spółek, pojęcie „Emitenta” będzie odnosić się do wszystkich tych spółek.

Podmioty powiązane z BZ WBK mogą, w zakresie dopuszczonym prawem, uczestniczyć lub inwestować w transakcje finansowe w relacjach z Emitentem, świadczyć usługi na rzecz lub pośredniczyć w świadczeniu usług przez Emitenta lub mieć możliwość lub realizować transakcje Instrumentami finansowymi emitowanymi przez Emitenta („instrumenty finansowe”). DM BZ WBK może, w zakresie dopuszczalnym prawem polskim, Wielkiej Brytanii oraz pozostałymi prawami oraz przepisami, przeprowadzać transakcje Instrumentami finansowymi, zanim niniejszy materiał zostanie przedstawiony odbiorcom.

Niniejsza rekomendacja jest aktualna na moment jej sporządzenia i może się zmienić w czasie.

DM BZ WBK mógł wydać w przeszłości lub może wydać w przyszłości inne dokumenty, przedstawiające inne wnioski, niespójne z przedstawionymi w niniejszym dokumencie. Takie dokumenty odzwierciedlają różne założenia, punkty widzenia oraz metody analityczne przyjęte przez przygotowujących je analityków. DM BZ WBK nie jest zobowiązany do zapewnienia, iż takie dokumenty będą podawane do wiadomości adresatów niniejszego dokumentu. DM BZ WBK informuje, że trafność wcześniejszych rekomendacji nie jest gwarancją ich trafności w przyszłości.

Punkt widzenia wyrażony w raportach odzwierciedla osobistą opinię Analityka na temat analizowanej spółki i jej papierów wartościowych. Za wyjątkiem wynagrodzenia ze strony DM BZ WBK, Analitycy nie przyjmują innej formy wynagrodzenia za sporządzane rekomendacje.

Źródłem danych są GPW, PAP, Reuters, Bloomberg, EPFR, GUS, NBP, DM BZ WBK, Akcje.net, prasa finansowa, internetowe serwisy finansowo-ekonomiczne.

Informacje i opinie zawarte w niniejszym dokumencie zostały zebrane lub opracowane przez DM BZ WBK ze źródeł uznawanych za wiarygodne, przy zachowaniu należytej staranności, jednak DM BZ WBK nie może zapewnić ich dokładności oraz kompletności. Inwestor będzie odpowiedzialny za przeprowadzenie na własną rękę badań oraz analiz informacji zawartych w niniejszym dokumencie i za ocenę zalet oraz ryzyka związanego z instrumentami finansowymi będącymi przedmiotem niniejszego dokumentu. Informacje i opinie zawarte w niniejszym dokumencie mogą się zmienić bez konieczności poinformowania o tym fakcie.

DM BZ WBK nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione przez klienta na skutek decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie rekomendacji udzielonych przez DM BZ WBK o ile przy ich udzielaniu zachował należyłą staranność i rzetelność.

Niniejszy dokument nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu oraz dokonania transakcji na instrumentach finansowych, ani nie ma na celu nakłaniania do nabycia lub zbycia jakichkolwiek instrumentów finansowych. Niniejszy dokument jest przedstawiony państwu wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowany lub przekazywany osobom trzecim.

W szczególności ani niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać rozpowszechnione, publikowane oraz dystrybuowane bezpośrednio ani pośrednio, w Stanach Zjednoczonych Ameryki, Australii, Kanadzie, Japonii. Rozpowszechnianie, publikowanie oraz dystrybuowanie bezpośrednio lub pośrednio w tych państwach lub wśród obywateli tych państw lub osób w nich przebywających może stanowić naruszenie prawa lub regulacji dotyczących instrumentów finansowych obowiązujących w tych krajach.

Rozpowszechnianie, publikowanie oraz dystrybuowanie tego dokumentu na terytorium innych państw może być ograniczone przez odpowiednie przepisy prawa i regulacje. Osoby udostępniające lub rozpowszechniające ten dokument są obowiązane znać te ograniczenia i ich przestrzegać.

W Wielkiej Brytanii niniejszy dokument może być jedynie rozpowszechniany wśród osób, które posiadają profesjonalną wiedzę w zakresie inwestowania zgodnie z odpowiednimi regulacjami.

Opinie zawarte w niniejszym dokumencie nie należy traktować jako autoryzowanych lub zatwierdzonych przez emitenta. Opinie zawarte w niniejszym dokumencie są wyłącznie opiniami DM BZ WBK.

DM BZ WBK informuje, iż inwestowanie środków w instrumenty finansowe wiąże się z ryzykiem utraty części lub całości zainwestowanych środków.

DM BZ WBK zwraca uwagę, iż na cenę instrumentów finansowych ma wpływ wiele różnych czynników, które są lub mogą być niezależne od emitenta i wyników jego działalności. Można do nich zaliczyć m. in. zmieniające się warunki ekonomiczne, prawne, polityczne i podatkowe. Więcej informacji o instrumentach finansowych i ryzyku z nimi związanym znajduje się na stronie www.dmbzwbk.pl w sekcji zastrzeżenia i ryzyko - informacje o instrumentach finansowych i ryzyku.

Decyzja o zakupie wszelkich instrumentów finansowych powinna być podjęta wyłącznie na podstawie prospektu, oferty lub innych powszechnie dostępnych dokumentów i materiałów opublikowanych zgodnie z obowiązującymi przepisami polskiego prawa.

Informacja „Overweight” / „Underweight” / „Neutral” („Przeważają” / „Niedoważają” / „Neutralne”) – oznacza, iż w ocenie autorów niniejszego dokumentu kurs spółki w ciągu miesiąca może zachować się lepiej/gorzej/neutralnie w stosunku do indeksu WIG20.

W przypadku zamieszczenia przy poszczególnych spółkach informacji „Overweight” / „Underweight” / „Neutral” („Przeważają” / „Niedoważają” / „Neutralne”) - informacja ta nie powinna być traktowana jako zalecenie inwestycyjne dotyczące danego instrumentu finansowego.

System rekomendacyjny DM BZ WBK opiera się na wyznaczaniu cen docelowych i ich relacji do ceny bieżącej instrumentów finansowych, poza tym w przypadku rekomendacji kierowanych do szerokiego kręgu odbiorców wymaga zastosowania dwóch sposobów wyceny. Zawarte w niniejszym materiale informacje „Overweight”/„Underweight”/„Neutral” („Przeważają”/„Niedoważają”/„Neutralne”) nie spełniają żadnego z powyższych wymogów. Ponadto w zależności od okoliczności mogą one stanowić podstawę do podjęcia różnych (także o przeciwnych kierunkach) zachowań inwestycyjnych dla poszczególnych inwestorów.

Mid-caps – zamieszczenie spółki w portfelu mid-cap oznacza, iż w ocenie autorów niniejszego dokumentu kurs danej spółki może zachować się w ciągu jednego miesiąca lepiej niż indeks WIG20.

Dodawanie i zdejmowanie spółek z listy odbywa się ze względu na wymogi rotacji spółek na liście.

Zmian wag dla spółek, które już wcześniej znajdowały się w portfelu, nie należy pojmować jako zalecenia inwestycyjnego. Zmiany te mają na celu wyłącznie wyrównanie łącznej wagi wszystkich spółek do 100%.

DM BZ WBK informuje, iż odcięcie dywidendy, odcięcie praw poboru czy split bądź scalanie akcji i inne czysto techniczne zmiany kursu akcji będą skutkowały odpowiednimi zmianami cen docelowych - takie sytuacje mają wymiar wyłącznie techniczny i nie stanowią zmiany rekomendacji w rozumieniu przepisów prawa.

Wyjaśnienia terminologii fachowej użytej w rekomendacji:

EBIT - zysk operacyjny

EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja

P/E - wskaźnik ceny do zysku na akcję

EV - kapitalizacja spółki powiększona o dług netto

PEG - wskaźnik P/E do wzrostu zysków

EPS - zysk na akcję

CPI - wskaźnik cen i usług towarów konsumpcyjnych

WACC - średni ważony koszt kapitału

CAGR - średnioroczny wzrost

P/CE - wskaźnik ceny akcji do zysku netto na 1 akcję powiększony o amortyzację na 1 akcję

NOPAT - teoretyczny zysk operacyjny po opodatkowaniu

FCF - wolne przepływy pieniężne

BV - wartość księgowa

ROE - zwrot na kapitale własnym

P/BV - cena do wartości księgowej

Definicje rekomendacji:

Kupuj - całkowita oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji w akcje przekroczy 15% w ciągu 12 miesięcy.

Trzymaj - całkowita oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji w akcje wyniesie od 0% do 15% w ciągu 12 miesięcy.

Sprzedaj - całkowita oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji w akcje wyniesie mniej niż 0% w ciągu 12 miesięcy.

W opinii DM BZ WBK niniejszy dokument został sporządzony z zachowaniem należytej staranności i z wykluczeniem jakiegokolwiek konfliktu interesów, który mógłby wpłynąć na jego treść. DM BZ WBK nie ma obowiązku podejmowania jakiegokolwiek działań, które miałyby spowodować, że instrumenty finansowe, będące przedmiotem wyceny zawartej w niniejszym dokumencie będą wycenione przez rynek zgodnie z wyceną zawartą w niniejszym dokumencie.

Działalność DM BZ WBK, będącego wyodrębnioną organizacyjnie jednostką Banku Zachodniego WBK S.A., podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego z siedzibą w Warszawie, Plac Powstańców Warszawy 1, 00-030 Warszawa, NIP 521-340-29-37.

W BZ WBK implementowane są regulacje wewnętrzne, które mają na celu zapobieganie konfliktom interesów dotyczącym rekomendacji. Ustanowiono bariery fizyczne, bariery logiczne oraz zasady ochrony dokumentacji w wymiarze adekwatnym do rodzaju prowadzonej przez BZ WBK działalności. Poza tym BZ WBK wprowadził szereg obowiązków oraz obostrzeń, dotyczących ochrony przepływu informacji poufnych pomiędzy poszczególnymi jednostkami organizacyjnymi.

Data i godzina na pierwszej stronie wskazuje termin sporządzenia i pierwszego rozpowszechnienia rekomendacji. Wszystkie ceny instrumentów finansowych, które zostały wymienione w rekomendacji odpowiadają kursom, po jakim danego dnia nastąpiła ostatnia transakcja, na danym instrumencie finansowym.

UWAŻA SIĘ, ŻE KAŻDY KTO PRZYJMUJE LUB WYRAŻA ZGODĘ NA PRZEKAZANIE MU TEGO DOKUMENTU, WYRAŻA ZGODĘ NA TREŚĆ POWYŻSZYCH ZASTRZEŻEŃ.

Dom Maklerski BZ WBK jest wyodrębnioną organizacyjnie jednostką Banku Zachodniego WBK S.A. z siedzibą we Wrocławiu, ul. Rynek 9/11, 50-950 Wrocław, zarejestrowanemu w Sądzie Rejonowym dla Wrocławia - Fabrycznej, VI Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod numerem KRS 000008723, REGON 930041341, NIP 896 000 56 73, kapitał zakładowy i wpłacony 992.345.340 zł.

UJAWNIEŃIA

Niniejszy raport zawiera rekomendacje dotyczące spółki/spółek: 11 bit studios S.A., CD PROJEKT S.A. („Emitent”). DM BZ WBK informuje, iż niniejszy dokument będzie aktualizowany nie rzadziej niż raz w roku. Niniejszy dokument nie został ujawniony Emitentowi.

Przy sporządzaniu niniejszego dokumentu DM BZ WBK korzystał co najmniej z dwóch z następujących metod wyceny:

- 1) zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF),
- 2) porównawczej,
- 3) mnożników średniocyklicznych,
- 4) zdyskontowanych dywidend (DDM),
- 5) wartości rezydualnej,
- 6) model uzasadnionej wyceny kapitałów własnych (WEV),
- 7) metoda sumy poszczególnych aktywów (SOTP),
- 8) metoda wartości likwidacyjnej.

Metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) bazuje na spodziewanych przyszłych zdyskontowanych przepływach pieniężnych. Do jej mocnych stron zaliczyć można uwzględnienie wszystkich strumieni gotówki, jakie wpływają do spółki oraz kosztu pieniądza w czasie. Wadami wyceny DCF są: duża ilość parametrów i założeń, które należy oszacować i wrażliwość wyceny na zmiany tych parametrów.

Metoda porównawcza opiera się na ekonomicznym prawie „jednej ceny”. Mocnymi stronami metody porównawczej są: mała ilość parametrów, jakie analityk musi oszacować, oparcie wyceny na aktualnych warunkach rynkowych, stosunkowo duża dostępność wskaźników dla porównywanych spółek oraz szeroka znajomość metody porównawczej wśród inwestorów. Do wad wyceny metodą porównawczą zaliczyć można znaczną wrażliwość wyników wyceny na wybór spółek do grupy porównawczej, uproszczenie obrazu spółki prowadzące do pominięcia pewnych istotnych czynników (np.: dynamika wzrostu, aktywność pozaoperacyjna, ład korporacyjny, powtarzalność wyników, różnice w stosowanych standardach rachunkowości) oraz niepewność efektywności rynkowej wyceny porównywanych spółek.

Metoda mnożników średniocyklicznych opiera się na długoterminowym dwuletnim średnim konsensusie mnożników P/E oraz EV/EBITDA dla spółek grupy porównawczej. Metodologia ta ma na celu określenie wartości godziwej dla cyklicznych spółek. Wadą tej metody jest fakt, iż implikowana wycena może znacznie różnić się od wartości rynkowej analizowanej spółki w szczycie lub na dnie cyklu oraz jej zależność od jakości danych zewnętrznych (w tym przypadku konsensus wg Bloomberg). Zaletą jest prostota metody oraz uśredniona wartość dla całego cyklu, pozwalająca wychwytywać zarówno przewartościowanie jak i niedowartościowanie danego analizowanego waloru.

Metoda zdyskontowanych dywidend (DDM) bazuje na spodziewanych przyszłych zdyskontowanych dywidendach wypłaconych przez spółkę. Do jej mocnych stron można zaliczyć uwzględnienie realnych przepływów pieniężnych do właścicieli kapitału akcyjnego oraz fakt, że metoda ta jest wykorzystywana w przypadku spółek z długą historią wypłacania dywidendy. Główną wadą metody zdyskontowanych dywidend jest oszacowywanie wielkości wypłacanej dywidendy na podstawie dużej ilości parametrów i założeń, w tym stopy wypłaty dywidendy.

Metoda wartości rezydualnej jest koncepcyjnie zbliżona do metody zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) stosowanej do wyceny spółek niefinansowych a główną różnicą jest to że bazuje na szacowanych wielkościach wartości rezydualnej (nadwyżka ROE nad kosztem kapitału) a nie zdyskontowanych przepływach pieniężnych. Do jej mocnych stron zaliczyć można uwzględnienie nadwyżki zysku nad kosztem kapitału która jest potencjalnie do dyspozycji akcjonariuszy oraz kosztu pieniądza w czasie. Wadami wyceny DCF są: duża ilość parametrów i założeń, które należy oszacować i wrażliwość wyceny na zmiany tych parametrów.

Model uzasadnionej wyceny kapitałów własnych (WEV) jest oparty na formule wartości księgowa = (ROE za dwa lata minus stopa stabilnego wzrostu)/(koszt kapitału minus stopa stabilnego wzrostu) i pozwala na oszacowanie wartości godziwej danej spółki za dwa lata. W następnej kolejności wyliczana jest wartość bieżąca. Główną zaletą tej metody jest jej przejrzystość oraz fakt iż jest oparta na relatywnie krótkich prognozach co ogranicza ryzyko błędów w prognozie. Główną wadą jest to, iż metoda zakłada, iż cena akcji danej spółki w długim okresie będzie dążyć do swojej wartości godziwej implikowanej z kombinacji ROE i kosztu kapitału.

Metoda sumy poszczególnych aktywów (SOTP) jest dodaniem do siebie wartości różnych aktywów spółki, wyliczonych przy pomocy jednej z powyższych metod. Zalety i wady tej metody są identyczne z zaletami i wadami zastosowanych metod wyceny.

Metoda wartości likwidacyjnej – wartość likwidacyjna jest to kwota pieniędzy, za którą aktywa lub przedsiębiorstwo mogą zostać szybko sprzedane w sytuacji gdyby przedsiębiorstwo zaprzestowało swojej działalności. Następnie, szacunkowa wartość aktywów zostaje skorygowana o zobowiązania i wydatki związane z likwidacją. Zaletą tej metody szacowania wartości jest jego prostota. Ta metoda nie uwzględnia wartości niematerialnych jak wartość firmy, co jest główną wadą.

Statystyki globalne:

Rekomendacja	% Spółek	
	pokrywanych	na rzecz których świadczono usługi Bankowości Inwestycyjnej w ciągu ostatnich 12 miesięcy
Kupuj	48,39	28,89
Trzymaj	19,35	5,56
Sprzedaj	17,20	0,00
Under Review	15,05	21,43

Definicje poszczególnych rekomendacji zostały opisane w sekcji Zastrzeżenia.

Wykresy dot. zmian cen akcji zawarte w raporcie obejmują wykresy liniowe dziennych cen na zamknięcie w okresie jednego roku. Informacje dotyczące dłuższego okresu (maksymalnie 3 lata) dostępne są na życzenie.

Członkowie władz Emitenta lub osoby im bliskie mogą być członkami władz BZ WBK. Osoba/ Osoby zaangażowane w przygotowanie raportu lub bliskie im osoby mogą pełnić funkcje w organach Emitenta, lub zajmować stanowiska kierownicze w tym podmiocie lub mogą być stroną umowy z Emitentem, która byłaby zawarta na warunkach odmiennych niż inne umowy, których stroną jest Emitent i konsumenci. Grupa BZ WBK, jej podmioty zależne, przedstawiciele lub pracownicy mogą okazjonalnie przeprowadzać transakcje, lub mogą być zainteresowani nabyciem instrumentów finansowych spółek bezpośrednio lub pośrednio związanych z analizowaną spółką. DM BZ WBK pełni rolę animatora rynku dla instrumentów finansowych Emitenta na zasadach określonych w Regulaminie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie i z tego tytułu posiada instrumenty finansowe emitowane przez CD PROJEKT S.A. DM BZ WBK pełni rolę animatora emitenta dla instrumentów finansowych Emitenta na zasadach określonych w Regulaminie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie i z tego tytułu posiada instrumenty finansowe emitowane przez CD PROJEKT S.A. DM BZ WBK nabywa lub zbywa instrumenty finansowe Emitenta na własny rachunek celem realizacji innych zadań związanych z organizacją rynku regulowanego. DM BZ WBK nie jest stroną umowy z Emitentem dotyczącej sporządzania rekomendacji. DM BZ WBK w ciągu ostatnich dwunastu miesięcy otrzymał wynagrodzenie z tytułu świadczenia usług na rzecz CD PROJEKT S.A. Usługi te obejmowały pełnienie roli animatora emitenta. Emitent może posiadać akcje BZ WBK. BZ WBK nie wyklucza możliwości nabycia przez któryś z podmiotów z nim powiązanych, w okresie sporządzania niniejszej rekomendacji, akcji Emitenta instrumentów finansowych, powodującego osiągnięcie łącznej liczby stanowiącej co najmniej 0,5% kapitału zakładowego. Poza wspomnianymi powyżej, Emitenta nie łączą żadne inne stosunki umowne z BZ WBK, które mogłyby wpłynąć na obiektywność rekomendacji zawartych w niniejszym dokumencie. BZ WBK nie posiada tak bezpośrednio jak i pośrednio instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta lub których wartość zależna jest w istotny sposób od wartości instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta (za wyjątkiem pełnienia roli animatora rynku i animatora emitenta dla CD PROJEKT S.A.). Nie jest jednak wykluczone, że w okresie następnym dwunastu miesięcy, włącznie z okresem obowiązywania niniejszej rekomendacji, BZ WBK składać będzie ofertę świadczenia usług na rzecz Emitenta, jak również będzie nabywać lub zbywać instrumenty finansowe wyemitowane przez Emitenta lub których wartość zależna jest od wartości instrumentów finansowych wyemitowanych przez Emitenta. DM BZ WBK nie jest stroną żadnej umowy – z wyjątkiem umów brokerskich z klientami, w wykonaniu

których DM BZ WBK sprzedaje i kupuje akcje Emitenta na zlecenie swoich Klientów - której świadczenie byłoby zależne od wyceny instrumentów finansowych omawianych w niniejszym dokumencie.

Wynagrodzenie otrzymywane przez osoby sporządzające niniejszy dokument może być w sposób pośredni zależne od wyników finansowych uzyskiwanych w ramach transakcji z zakresu bankowości inwestycyjnej, dotyczących instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta, dokonywanych przez BZ WBK lub podmioty z nim powiązane.

Wykaz wszystkich rekomendacji dotyczących jakiegokolwiek instrumentu finansowego lub emitenta, sporządzonych przez Analityka, który sporządził również niniejszy dokument, a które zostały rozpowszechnione w okresie ostatnich 12 miesięcy znajduje się na stronie http://www.dmbzwbk.pl/analizy-i-komentarze/produkty-analityczne/rekomendacje-fundamentalne/rekomendacje.html#tab_2